



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪025号

健康元药业集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“健康元药业集团股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一六年四月二十一日

健康元药业集团股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2016）

发行主体	健康元药业集团股份有限公司		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	7 年期：2011/10/28—2018/10/28		
上次评级时间	2015/4/21		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

概况数据

健康元	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	60.24	65.42	73.07
总资产（亿元）	107.45	120.84	137.96
总债务（亿元）	27.15	33.29	34.65
营业总收入（亿元）	62.20	74.18	86.42
营业毛利率（%）	60.40	59.07	60.35
EBITDA（亿元）	11.61	13.74	16.38
所有者权益收益率（%）	9.49	10.45	11.25
资产负债率（%）	43.94	45.87	47.03
总债务/EBITDA（X）	2.34	2.42	2.12
EBITDA 利息倍数（X）	8.90	8.79	10.82

注 1：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

注 2：公司将“短期融资券”计入“其他流动负债”，中诚信证评在财务指标计算时将其计入短期债务。

分析师

袁龙华 lhyuan@ccxr.com.cn

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 4 月 21 日

基本观点

2015 年，健康元药业集团股份有限公司（以下简称“健康元”或“公司”）整体发展态势良好。受益于公司重点产品销售良好，公司业务规模实现稳步增长。未来随着营销改革的持续推进以及在建项目的投产，公司收入规模有望得到进一步提升。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司未来可能面临一定的资本支出压力、药品降价对公司盈利能力有可能造成一定不利影响等因素对公司信用状况的影响。

综上，中诚信证评维持健康元主体信用级别 AA⁺，评级展望稳定；维持“健康元药业集团股份有限公司 2011 年公司债券”信用级别 AA⁺。

正 面

- 医药行业发展前景保持良好。2015 年我国医药行业保持较快增长，长期来看，人口老龄化以及城镇化保证了医药行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，行业发展前景仍保持良好。
- 业务规模稳步增长。2015 年，受益于重点产品销售情况良好，带动公司当年业务规模稳步增长，全年实现营业收入 86.42 亿元，同比增长 16.50%。
- 财务结构稳健。截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 45.87% 和 33.73%，公司财务杠杆比率保持在较低水平，财务结构较为稳健。
- 偿债能力很强。公司 EBITDA 及经营性活动现金流表现均较好，2015 年 EBITDA 利息保障倍数及经营活动净现金/利息支出分别为 10.82 倍和 8.35 倍，EBITDA、经营活动净现金对债务利息的覆盖程度均很高，公司整体偿债能力很强。

关 注

- 面临一定的资本支出压力。截至 2015 年末，公司仍有多个在建工程项目，未来仍需投入较大规模资金，公司未来或将面临一定的资本支出压力。
- 药品降价对公司盈利能力有可能造成一定不利影响。随着国家对医药行业的持续治理整顿，部分药品价格下降，或将对公司的盈利能力造成不利影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

行业关注

医药行业运行态势良好，医药卫生体制改革的推进有助于扩大市场容量

2012 年以来，政府对医药行业的调控力度不断加强，国家及地方政府的医药政策密集出台，2013 年 3 月，卫生部发布《国家基本药物目录》（2012 年版），涉及品种大幅增加，中药品种比例有所提升，注重结构优化，剂型规格标准化增强，基药招标采购中的质量指标愈加重要。2014 年，李克强总理在政府工作报告中提出要推进医改向纵深发展，扩大城市公立医院综合改革试点，创新社会资本办医机制和巩固完善基本药物制度，并于 3 月 25 日主持召开国务院常务会议确定今年深化医药卫生体制改革重点工作。中诚信证评认为，此次政府工作报告首次提出“创新社会资本办医机制”的理念，进一步表明了政府对社会资本办医的大力支持，为社会资本办医扫清部分障碍，有助于调动社会资本办医的积极性和促进多元化医疗体系的发展。2015 年，李克强总理提出继续深入推进医药卫生改革发展，取消绝大部分药品政府定价，完善城乡居民基本医保，深化基层医疗卫生机构综合改革，全面推开县级公立医院改革，破除以药养医，并积极发展中医药和民族医药产业。

在医改纵深发展的政策鼓励下，目前已有多家医药企业向产业链的下游拓展，参与到公立医院改革和民营医院建立的大潮中，预计未来将会有越来越多企业参与其中。而民营医院的建立也对以提供医疗服务和医疗器械为主的企业带来新的发展机遇。从具体执行来看，目前新医改在加大投入方面成效渐显，但要达到改革目标，政府仍任重而道远。

质量监管趋严、环保要求提升

药品的不良反应和安全事故一直以来都是医药企业需要面临的主要风险之一。近十年来，许多大型跨国制药企业都陷入了药物不良反应的官司并为之付出了高昂代价，而我国目前的药品质量和安全状况更加不容乐观。为提升医疗卫生用品质量、减少药品不良反应和安全事故的发生、促进医药行业规范化发展，2009 年以来政府颁布多项政策，从修

订认证制度、安全性再评价等方面加强监管，医药制造企业所面临的质量安全要求进一步提高。

环境保护方面，新版《制药工业水污染物排放标准》、《产业结构调整指导目录（2011 年本）（修正）》、《国家环境保护标准》的相继出台，政府监控由过程和事后管理延伸至立项建设期管理，先治污再建厂已成为医药制造业尤其是原料药行业日后监管的重点。2015 年 1 月 1 日，新版《环境保护法》正式实施，新环保法被誉为“史上最严的环保法”对污染零容忍，并且惩治措施非常严格，新环保法的严格实施，对于存在环保风险的医药生产企业来说，必须要进行安装和升级环保设备实施，否则就要受到严厉的处罚。制药企业的环保成本上升，行业进入壁垒提高。从监管政策及政策导向来看，今后政府将不再听任企业将自身的环保成本转嫁至全社会，质量及环保要求提升已成为趋势，医药制造企业必须重新审视自身的工艺路线。同时，优化生产工艺、提升产品质量、减少污染物排放也是国内制药企业与国际接轨、参与国际市场竞争的必经之路。目前，国内部分药企已着手通过技术改造实现减排，整体搬迁进行工艺、装备的全面升级。不过搬迁选址、生产基地再建、装备升级等对于医药制造企业而言并非易事，虽然有利于企业的长远发展，但将在短时期内给企业带来资本支出及成本上升的压力。

低价药目录以及相关改革方案出台标志着药价监管将逐渐放开，长期来看药品价格将趋于市场化

多年以来国家对于医药行业进行了持续的治理整顿，大规模降低药价数十次，但药价虚高的问题仍然突出，消费者的医疗负担仍然沉重。从历史来看，药品降价具有一定的周期性，政府往往是在医疗保险药品目录的修订之后开始分批分次地对目录中的药品进行降价。

2015 年 5 月，国家发改委、国家卫生计生委等部门联合下发《关于印发推进药品价格改革意见的通知》指出，从 2015 年 6 月 1 日起除麻醉药品和第一类精神药品外，国家取消药品政府定价，从完善药品采购机制、强化医保控费作用、强化医疗行为

监督、强化价格行为监管等四方面加强监管，发挥医保支付基准价的引导作用，由市场竞争形成药品实际成交价格，并使药品市场价格保持在合理水平。具体细则方面，医保基金支付的药品由医保部门会同有关部门制定医保支付标准，建立引导市场价格合理形成的机制；专利药品（包括医保目录外专利药品）、独家生产的药品等市场竞争不充分的药品建立公开透明、多方参与的价格谈判形成机制；医保目录外的血液制品、全国统一采购的预防免疫药品和避孕器具，通过招标采购或谈判形成价格。第一类精神药品和麻醉药品，基本沿用现行政策，仍实行最高出厂价格和最高零售价格管理。长期来看，取消药品政府定价后，受药品招标采购机制和医保控费机制的综合制约，大部分药品市场价格上涨空间较为有限，其中技术水平较低的大宗仿制药价格将面临较大的冲击，而专利药、创新药、独家药品受到的影响不大，药品价格将逐步趋于市场化。

业务运营

公司业务主要由丽珠医药集团股份有限公司（以下简称“丽珠集团”）、深圳市海滨制药有限公司（以下简称“海滨制药”）、焦作健康元生物制品有限公司（以下简称“焦作健康元”）、本部保健品及 OTC 四个运营板块构成。2015 年公司实现营业收入 86.42 亿元，同比增长 16.50%，具体看来，除焦作健康元收入略有下降外，公司其他业务板块收入规模均呈增长态势，其中丽珠集团仍是公司收入与利润的主要贡献者。

表1：公司2015年各板块业务收入

单位：亿元

产品类别	收入	增幅
丽珠集团	66.21	19.41%
焦作健康元	9.56	-1.04%
海滨制药	9.67	17.14%
保健品及 OTC	3.75	7.68%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受益于重点产品销售态势良好，丽珠集团收入规模持续稳步增长

公司制剂药产品主要由控股子公司丽珠集团生产销售。丽珠集团是一家综合性制药上市公司，产

品涵盖制剂产品、原料药和中间体，以及诊断试剂及设备，主要涉及抗感染、消化道、泌尿系统、生殖系统、精神和神经系统等领域。

截止 2015 年 12 月 31 日，丽珠集团共有 27 条制剂生产线顺利通过新版 GMP 认证，30 个原料药品种通过新版 GMP 认证，公司原料药生产企业通过 FDA 现场检查的品种共 9 个，取得国际注册证书共 24 个，公司产品质量有较好保障。

2015 年，受益于重点产品销售态势良好，丽珠集团收入规模稳步增长。2015 年，丽珠集团实现营业收入 66.21 亿元，同比增长 19.41%。其中，西药制剂、中药制剂和原料药及中间体类产品分别实现销售收入 25.81 亿元、19.45 亿元和 15.16 亿元，分别同比增长 21.44%、11.79% 和 33.11%。

重点产品方面，2015 年，公司参芪扶正注射液增长超预期，实现销售收入 15.37 亿元，同比增长 17.20%。2015 年，公司辅助生殖领域重点品种尿促卵泡素、醋酸亮丙瑞林微球分别实现销售收入 4.32 亿元和 2.95 亿元，同比增长 16.01% 和 46.75%，消化道领域艾普拉唑肠溶片、精神神经领域鼠神经生长因子等潜力品种进一步保持了高速增长，分别实现销售收入 1.87 亿元和 3.00 亿元，同比增长 75.19% 和 66.39%。

表2：2015年丽珠集团主要产品销售收入情况

单位：亿元

产品类别	2015	增幅（%）
西药制剂	25.81	21.44
中药制剂	19.45	11.79
原料药及中间体	15.16	33.11
诊断试剂及设备	4.69	6.36

资料来源：丽珠集团定期报告，中诚信证评整理

丽珠集团 2015 年产品综合毛利率为 61.10%，同比下降 0.25 个百分点，其全年实现净利润 6.60 亿元，同比增长 19.14%，其中归属于上市公司股东的净利润 6.23 亿元，同比增长 20.67%。

整体来看，受益于重点产品销售态势良好，丽珠集团收入规模持续稳步增长，盈利能力依然较强。

2015 年，受抗生素市场变化的影响，焦作健康元的产品销量有所下降，但受益于产品价格上涨及成本下降，焦作健康元收入规模基本稳定，盈利能力大幅提升

焦作健康元为公司全资子公司，主要生产 7-ACA 等产品。2015 年，因抗生素市场变化，焦作健康元 7-ACA 销量相比去年同期略有下降，但价格有所提升，2015 年公司 7-ACA 产量为 1,431.23 吨，同比增长 6.77%，销量 1,312.84 吨，同比下降 5.01%，其中出口量 178.65 吨，同比下降 16.96%。2015 年公司 7-ACA 产销率为 91.73%，同比下降 11.37 个百分点，7-ACA 实现销售收入 5.82 亿元，同比增加 1.39%。焦作健康元 2015 年实现营业收入 9.56 亿元，收入规模基本稳定，但受益于成本下降，焦作健康元盈利能力大幅提升，2015 年焦作健康元实现净利润 1.13 亿元，同比增加 93.59%，营业毛利率为 24.48%，同比增加 10.33 个百分点。

表 3：2014~2015 年公司 7-ACA 产品产销情况

	2014	2015
产量（吨）	1,340.42	1,431.23
销量（吨）	1,382.02	1,312.84
其中：出口量（吨）	215.15	178.65
产销率（%）	103.10	91.73
销售收入（亿元）	5.74	5.82

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年，海滨制药美罗系列销量继续增加，海滨制药收入规模持续增长，盈利能力继续提升

公司全资子公司海滨制药主要负责无菌美罗培南的生产与销售，亦有少量制剂产销业务。一方面，近年来，无菌美罗培南产品在欧盟市场的认可度不断提升，无菌美罗培南（原料药）与无菌美罗培南（注射用粉末）分别于 2011 年、2012 年通过了欧盟 GMP 认证，2014 年 2 月，上述两类药品均获得了欧洲药品质量管理局（EDQM）颁发的无菌美罗培南欧洲 CEP 证书，2014 年海滨制药美罗系列产品销售快速增加，2015 年继续保持增长态势，2015 年美罗培南原料药、制剂倍能产品分别实现销量 16.91 吨和 810 万支，同比分别增加 15.98% 和 30.23%，受益于此，海滨制药 2015 年收入规模持续增长，盈利能

力继续提升，2015 年，海滨制药实现销售收入 9.67 亿元，同比增长 22.83%，实现净利润 1.34 亿元，同比增长 17.14%。

表 4：2015 年公司美罗培南系列产品销售情况

	销量 规模	增幅	收入 规模	增幅
原料药	16.91 吨	15.98%	1.57 亿元	1.29%
制剂倍能	810 万支	30.23%	5.87 亿元	23.32%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年，公司新品太太白芸豆销售良好，公司保健品及 OTC 业务经营情况有所好转

公司 2015 年推出新品太太白芸豆，太太白芸豆销售良好，当年实现销量 170.87 万盒，实现销售收入 0.28 亿元；由于产品配方升级，公司太太口服液 2015 年暂时停止销售，2015 年太太口服液销量为负值是由少量退货所致。受益于公司新品太太白芸豆销售良好，公司保健品及 OTC 业务（不含丽珠集团 OTC）经营情况有所好转，2015 年公司保健品及 OTC 业务（不含丽珠集团 OTC）实现销售收入 3.75 亿元，同比增加 7.68%；实现净利润 0.65 亿元，同比增加 16.00%。

表 5：2015 年公司主要保健品销售情况

	销量	增幅	产销比
太太口服液（万支）	-129	-106.77%	-16.15%
静心口服液（万支）	5,644	1.65%	95.42%
鹰牌系列			
茶（万包）	1,614	31.68%	51.96%
胶囊（万粒）	1,159	-10.33%	48.62%
含片（万片）	836	-63.60%	51.59%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看来，2015 年，公司依托多年形成的品牌和产品集群优势，通过不断深化营销体系改革和管理创新，公司重点产品销售良好，营业收入稳步增长。

公司在建工程项目较多，未来随着在建项目的持续推进，公司或将面临一定的资本支出压力

截至 2015 年末，公司主要在建项目包括单抗研发项目、乙脑疫苗研发项目及海滨公司坪山项目，未来随着上述项目的投产，公司业务规模有望实现稳步增长，上述在建项目拟投资总额为 22.74 亿元，未来仍需投资 19.07 亿元，公司或将面临一定的资

本支出压力。

表 6：公司未来主要资本支出计划

单位：万元

项目	拟投资总额	2015 年末累计投资	尚需投资额
单抗研发项目	104,227.30	20,691.81	83,535.49
乙脑疫苗研发项目	19,500	8,878.94	10,621.06
海滨公司坪山项目	103,700	7,147	96,553
合计	227,427.30	36,717.75	190,709.55

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

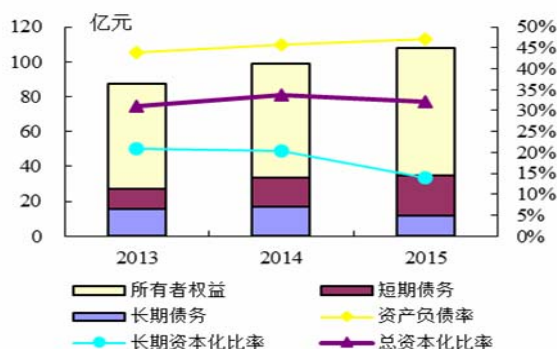
财务分析

以下分析基于经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年审计报告。

资本结构

2015 年随着在建项目建设的持续推进，公司资产及负债规模均有所增长。截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产为 137.96 亿元，同比增长 14.16%；同期，公司负债总计为 64.88 亿元，同比增长 17.06%。净资产方面，随着留存利润的积累，公司自有资本实力不断增强，截至 2015 年 12 月 31 日，其所有者权益（含少数股东权益）为 73.07 亿元，同比增长 11.70%。

图 1：2013~2015 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司流动资产与非流动资产规模相当，截至 2015 年末，公司非流动资产为 75.19 亿元，占总资产的比率为 54.50%，公司非流动资产主要由固定资产、可供出售金融资产及商誉构成，截至 2015 年末，公司固定资产、可供出售金融资产及商誉分别为 43.85 亿元、7.50 亿元和 6.14 亿元，公司固定资产主要为房屋建筑物及机器设备，可供

出售金融资产主要是由对珠海华润银行股份有限公司、中国银河证券股份有限公司、深圳市利明泰股权投资基金有限公司、上海云锋新创股权投资中心投资所形成的。截至 2015 年末，公司流动资产为 62.77 亿元，占总资产的比率为 45.50%，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货及应收票据构成，截至 2015 年末，公司货币资金、应收账款、存货及应收票据分别为 22.71 亿元、17.22 亿元、13.12 亿元和 6.77 亿元，公司应收账款在 1 年以内的占比为 96.34%，不能回收的风险较小，公司存货主要为在产品及自制半成品和产成品及库存商品，公司应收票据主要为银行承兑汇票。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，截至 2015 年末，公司流动负债为 50.65 亿元，占总负债的比率为 78.07%，公司流动负债主要由其他应付款、其他流动负债、应付账款及一年内到期的非流动负债构成，截至 2015 年末，公司其他应付款、其他流动负债、应付账款及一年内到期的非流动负债分别为 17.44 亿元、13.00 亿元、6.89 亿元和 4.00 亿元，公司其他应付款主要为市场开发费及推广费，其他流动负债为短期应付债券，一年内到期的非流动负债为 1 年内到期的中期票据。截至 2015 年末，公司非流动负债为 14.23 亿元，占总负债的比率为 21.93%，公司非流动负债主要由应付债券、递延收益及长期借款构成，截至 2015 年末，公司应付债券、递延收益及长期借款分别为 9.95 亿元、2.14 亿元和 1.90 亿元，应付债券为公司债券，递延收益为政府补助。

从债务指标来看，受负债规模增幅相对较大影响，公司负债水平略有上升，截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产负债率为和总资本化比率分别为 47.03%和 32.17%，分别同比增长 1.17 个百分点和下降 1.56 个百分点。

从债务期限结构来看，由于 2015 年公司发行 13 亿元短期融资券以及 2013 年发行的 4 亿元中期票据于 1 年内到期，截至 2015 年末，公司短期债务同比增长 37.69%至 22.80 亿元，长短期债务比为 1.92 倍，公司短期债务压力有所上升。

总体来看，随着项目投入的持续增加，公司资

产、负债规模进一步提升，但负债程度仍处于较合理水平，公司财务结构保持稳健。

盈利能力

2015 年，受益于重点产品收入规模增加，公司当年实现营业收入 86.42 亿元，同比增长 16.50%。分产品来看，2015 年公司化学原料药及中间体实现销售收入 24.11 亿元，同比增长 20.08%；化学制剂实现销售收入 33.63 亿元，同比增长 20.07%；中药销售收入 19.62 亿元，同比增长 12.77%；保健品销售收入 2.66 亿元，较上年略有下降，诊断试剂及设备销售收入 4.70 亿元，同比增长 5.94%。

表 7：2015 年公司不同产品销售收入和毛利率情况

单位：亿元、%				
	收入	收入增长率	毛利率	毛利率同比变化
化学原料药及中间体	24.11	20.08	21.23	1.55
化学制剂	33.63	20.07	80.24	4.09
中药	19.62	12.77	79.44	0.86
保健品	2.66	-2.70	62.68	-7.50
诊断试剂及设备	4.70	5.94	55.81	-0.05

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2015 年，公司化学原料药及中间体、化学制剂和中药业务毛利率有所增长，而保健品和诊断试剂及设备业务毛利率均有所下滑，综合来看，当年公司综合营业毛利率同比小幅上升 1.28 个百分点，至 60.35%。

期间费用方面，公司期间费用以销售费用为主，2015 年共计发生销售费用 31.39 亿元，同比增长 14.44%，主要由市场宣传及推广费增加所致。总体来看，公司 2015 年共计发生期间费用 41.77 亿元，三费收入占比为 48.33%，同比略有上升。

表 8：2013~2015 年公司期间费用分析

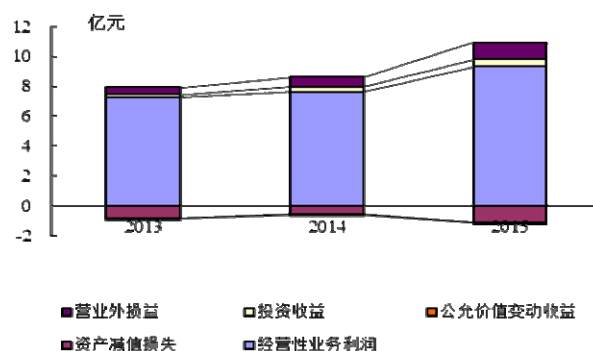
单位：亿元			
	2013	2014	2015
销售费用	22.64	27.43	31.39
管理费用	6.36	6.71	9.05
财务费用	0.53	1.12	1.33
三费合计	29.52	35.26	41.77
营业总收入	62.20	74.18	86.42
三费收入占比	47.47%	47.53%	48.33%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业

务利润和营业外损益构成。2015 年，受益于收入规模的增长，公司当年实现经营性业务利润 9.29 亿元，同比增长 22.01%。此外，公司每年均会因研发获得一定规模的政府补助，2015 年政府补助增加使得公司营业外收益增长至 1.14 亿元，同比增加 71.23%。整体来看，受益于经营性业务利润和营业外收益的增长，公司 2015 年利润总额为 9.81 亿元，同比增长 22.59%。

图 2：2013~2015 年公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于公司重点产品销售良好，2015 年公司收入规模稳步增长，毛利率保持在较高水平，整体盈利能力依然较强。

偿债能力

随着在建项目建设进度的推进，公司营运资金需求增加，债务规模整体呈上升态势。截至 2015 年 12 月 31 日，公司总债务为 34.65 亿元，同比增长 4.09%，其中短期债务 22.80 亿元、长期债务 11.85 亿元。

表 9：2013~2015 年公司偿债能力分析

	2013	2014	2015
总债务（亿元）	27.15	33.29	34.65
长期债务（亿元）	15.84	16.73	11.85
短期债务（亿元）	11.31	16.56	22.80
EBITDA（亿元）	11.61	13.74	16.38
EBITDA 利息倍数（X）	8.90	8.79	10.82
总债务/EBITDA（X）	2.34	2.42	2.12
经营活动净现金/利息支出（X）	4.88	6.27	8.35
经营活动净现金/总债务（X）	0.23	0.29	0.36
资产负债率（%）	43.94	45.87	47.03
总资本化比率（%）	31.07	33.73	32.17

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成。2015 年主要受益于利润总额的增长，公司 EBITDA 增至 16.38 亿元，同比增长 19.23%；同时，公司经营活动净现金流状况保持较好，2015 年其经营活动净现金流为 12.65 亿元。

从偿债能力指标来看，2015 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.12 倍和 10.82 倍；经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.36 和 8.35 倍。公司 EBITDA、经营活动净现金对债务本息的偿还可形成有效的保障。

此外，公司与银行保持着良好的合作关系。截至 2015 年 12 月 31 日，公司获得授信额度合计为人民币 87.32 亿元（含丽珠集团），其中 78.14 亿元（含丽珠集团）授信额度未使用，公司备用流动性较充足。

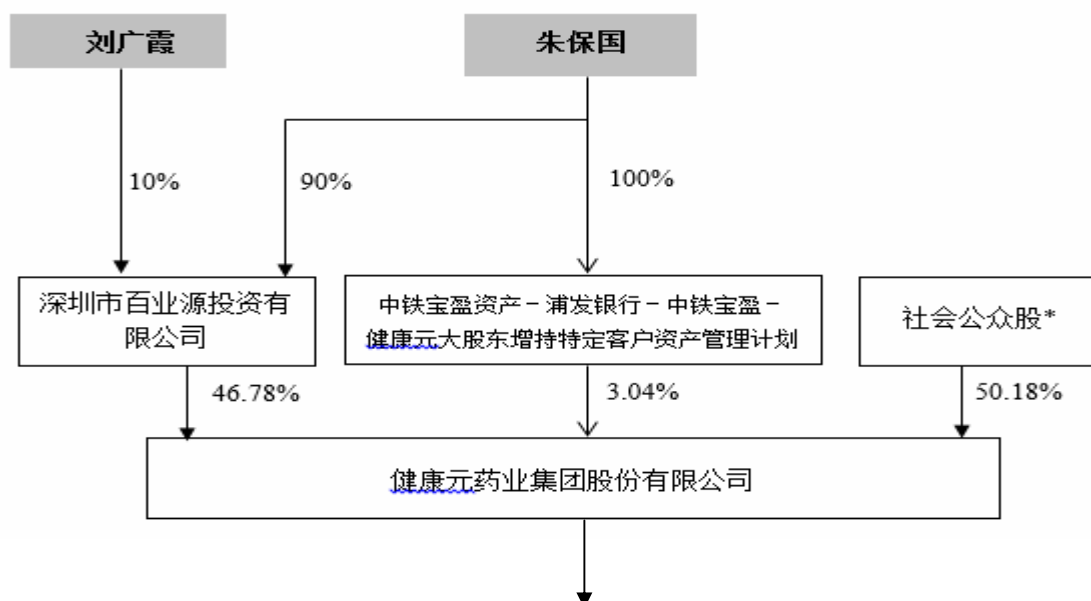
或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司对外担保余额为 2.24 亿元，占 2015 年末净资产的 3.06%，主要为对联营企业焦作金冠嘉华电力有限公司提供的担保，公司担保金额相对较少，公司面临的或有负债风险可控。

总体来看，随着业务规模的增长，公司资产及债务规模均有所增加，但其负债程度仍处于适中水平，财务结构稳健，加之获利能力良好，经营性活动净现金流对债务本息的偿还能够提供很好的保障，公司整体偿债能力很强。

结 论

综上，中诚信证评维持健康元主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“健康元药业集团股份有限公司 2011 年公司债券”信用级别为 **AA⁺**。

附一：健康元药业集团股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 03 月 31 日）



序号	公司名称	持股比例 (%)
1	海滨制药	100.00
2	健康元日用	100.00
3	健康药业	100.00
4	丽珠集团	46.0351
5	香港健康药业有限公司	100.00
6	健康药业有限公司	100.00
7	喜悦实业	100.00
8	焦作健康元	100.00
9	健康元生物	75.00
10	天诚实业	100.00
11	太太药业	100.00
12	风雷电力	100.00
13	太太基因	100.00
14	深圳太太生物科技有限公司	81.00

注：表中仅列示公司主要的全资及控股子公司。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

附二：健康元药业集团股份有限公司组织架构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：健康元药业集团股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	124,922.51	156,467.13	227,109.06
应收账款净额	151,654.39	155,975.53	172,188.01
存货净额	91,487.62	109,951.68	131,223.57
流动资产	455,619.40	514,447.44	627,699.90
长期投资	71,195.79	85,311.92	109,356.61
固定资产合计	428,151.99	468,222.09	484,393.28
总资产	1,074,532.51	1,208,431.44	1,379,558.16
短期债务	113,065.77	165,581.19	227,996.48
长期债务	158,416.27	167,342.34	118,539.85
总债务（短期债务+长期债务）	271,482.04	332,923.53	346,536.33
总负债	472,101.10	554,279.87	648,846.07
所有者权益（含少数股东权益）	602,431.42	654,151.57	730,712.09
营业总收入	621,988.52	741,790.62	864,189.14
三费前利润	367,842.75	428,764.46	510,618.86
投资收益	1,564.29	3,378.55	4,830.61
净利润	57,149.25	68,380.33	82,179.32
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	116,078.78	137,361.91	163,775.58
经营活动产生现金净流量	63,551.88	97,945.62	126,458.28
投资活动产生现金净流量	-88,358.89	-105,724.63	-80,424.87
筹资活动产生现金净流量	-16,999.01	38,124.23	21,872.88
现金及现金等价物净增加额	-42,190.86	30,326.95	68,658.22
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	60.40	59.07	60.35
所有者权益收益率（%）	9.49	10.45	11.25
EBITDA/营业总收入（%）	11.38	18.52	18.95
速动比率（X）	1.22	1.10	0.98
经营活动净现金/总债务（X）	0.23	0.29	0.36
经营活动净现金/短期债务（X）	0.56	0.59	0.55
经营活动净现金/利息支出（X）	4.88	6.27	8.35
EBITDA 利息倍数（X）	8.90	8.79	10.82
总债务/EBITDA（X）	2.34	2.42	2.12
资产负债率（%）	43.94	45.87	47.03
总资本化比率（%）	31.07	33.73	32.17
长期资本化比率（%）	20.82	20.37	13.96

注 1：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

注 2：公司将“短期融资券”记入“其他流动负债”，中诚信证评在财务指标计算时将其计入短期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出¹-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

¹ 该处的“利息支出”并非“财务费用”下的“利息支出”科目，而是“营业总成本”下的“利息支出”。

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。